

Autonomia do Banco Central é positiva, desde que sem mandato dual

Há motivos para se preocupar com a inflação nos Estados Unidos?

Herança maldita da crise: o desemprego de longa duração

Relatório Anual da Dívida Pública Federal

FEDERAÇÃO DAS INDÚSTRIAS DO RIO GRANDE DO SUL

Av. Assis Brasil, 8787 Fone: (051) 3347.8731 Fax: (051) 3347.8795

UNIDADE DE ESTUDOS ECONÔMICOS

www.fiergs.org.br/economia

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista desta Federação. É permitida a reprodução deste texto e dos dados contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

Autonomia do Banco Central é positiva, desde que sem mandato dual

Após a suspensão da tramitação da reforma da Previdência, em função do decreto que autorizou a intervenção federal na área de segurança pública no estado do Rio de Janeiro, o governo decidiu enviar uma “pauta econômica positiva” para votação no Congresso Nacional. Entre as 15 medidas, uma das principais é o projeto que garante autonomia formal ao presidente e aos diretores da autoridade monetária brasileira.

Embora ainda não apresentado de maneira oficial sob a forma de projeto de lei, o texto deve estabelecer que os mandatos dos membros mais importantes do BC sejam fixos, além de não coincidirem com o do Presidente da República. O objetivo é minimizar a probabilidade de interferências políticas na condução da política monetária, evitando assim ações populistas como as tomadas sob o comando de Alexandre Tombini a mando da ex-presidente Dilma Rousseff.

No entanto, o ponto de maior polêmica envolve o chamado mandato dual, cujo objetivo é tentar replicar o sistema americano. O objetivo do Banco Central dos Estados Unidos (*Federal Reserve*) é buscar não só a estabilidade de preços e juros de longo prazo moderados, como também o máximo emprego. É importante lembrar que esse padrão não é adotado em outras partes do mundo. Nos demais países, o funcionamento é semelhante ao brasileiro, focado apenas na inflação.

A adoção de um mandato dual traria vários problemas. O primeiro envolve a dificuldade do BC em convencer o público de que continuará controlando a inflação. Como só haveria um único instrumento (taxa de juros) para ambos os objetivos, a dificuldade em ancorar as expectativas de inflação aumentaria muito.

Além disso, existe a possibilidade de judicialização das decisões do COPOM, justamente por conta desse dissenso. Eventuais questionamentos por parte do Ministério Público e/ou partidos políticos poderiam fazer com que, em última análise, os ministros do STF fossem responsáveis pela política monetária.

Do ponto de vista macroeconômico, a estabilidade do poder de compra da moeda já propicia um ambiente favorável para o crescimento econômico sustentável, limitado ao conjunto de características que definem o país, como poupança, disponibilidade e qualificação de mão de obra, capital, entre outros. Ou seja, não há necessidade de redesenhar esse mecanismo.

Em suma, o mandato dual funciona nos Estados Unidos porque o país apresenta grande tradição em manter a inflação sob controle ao longo de muitas décadas. Infelizmente, apesar dos avanços, essa ainda não é uma realidade para o Brasil. A experiência internacional deve ser sempre observada, mas as fórmulas precisam ser aplicadas e adaptadas com muito cuidado à nossa realidade.

Há motivos para se preocupar com a inflação nos Estados Unidos?

As últimas semanas foram marcadas por correções no mercado de ações dos Estados Unidos. Esse fato foi deflagrado após a divulgação pelo *Bureau of Labor Statistics* dos salários por hora semanais em janeiro: crescimento de 2,9% (taxa anualizada) no comparativo com janeiro de 2017, ou seja, a maior desde 2009.

Muitos investidores temeram uma alta mais forte da inflação. Como nos EUA existe um sistema de metas para a inflação, cujo objetivo é manter o índice de preços ao consumidor próximo a 2% ao ano, o *Federal Reserve* apertaria a política monetária para conter as pressões de alta. Se os juros são maiores, logo o investimento do mercado de ações torna-se relativamente menos atrativo, o que provocou o *sell-off*.

Vale lembrar que a economia americana, antes mesmo da aprovação da reforma tributária, já crescia próxima do seu potencial. A taxa de desemprego, atualmente em 4,1%, inclusive está abaixo da natural, ou seja, aquela que não provoca pressões inflacionárias. No entanto, as novas regras tributárias devem conferir, segundo o FMI, acréscimo de 0,4 p.p. ao PIB somente em 2018 (de 2,3% para 2,7%),

Além disso, o governo Donald Trump tem o desejo de aprofundar esse impulso fiscal em pleno emprego. A ideia é elevar os gastos com Defesa e infraestrutura. No

segundo caso, os dispêndios devem crescer US\$ 1 trilhão nos próximos 10 anos, conforme promessa de campanha. Trata-se então de uma situação econômica excepcional para os EUA, para o qual praticamente não há precedentes na história. Muitos investidores e analistas têm dúvidas sobre como a economia irá reagir.

Antes de acendermos qualquer sinal de alerta, devemos atentar para alguns pontos. Em primeiro lugar, a tendência dos salários por hora semanais, dada pela variação acumulada em 12 meses, teve alteração apenas marginal: passou de 2,5% em dezembro de 2017 para 2,6% em janeiro de 2018. Trata-se praticamente da taxa que vigorou ao longo dos últimos 18 meses. Em segundo lugar, quando analisamos a relação histórica entre o emprego e os salários, é possível se certificar de que esses seguem crescendo de acordo com o esperado.

Por fim, alguns dados apontam para o avanço mais forte da produtividade nos EUA. Ao longo de todos os trimestres de 2017, a produtividade foi mais de 1% superior na comparação com o ano anterior: alta sustentada que não ocorria desde 2010. Tal fato impede que os preços cresçam de maneira mais forte no país.

Acreditamos, portanto, que a inflação deve seguir bem comportada nos EUA, sem a necessidade de aceleração no ritmo de alta dos juros.

Herança maldita da crise: o desemprego de longa duração

O desemprego de longa duração foi um dos legados deixados pela extensa e profunda recessão que assolou o país nos últimos anos. É o que mostram os dados mais recentes da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), divulgados pelo IBGE na última sexta-feira. No quarto trimestre de 2017, havia 5 milhões de pessoas que estavam há um ano ou mais buscando uma colocação no mercado de trabalho sem sucesso. O cenário é preocupante, pois, em geral, as chances de se conseguir uma vaga ficam mais difíceis quanto maior o tempo de desemprego.

Na comparação com o quarto trimestre de 2016, o número de pessoas nessa condição cresceu 5,4% (+259 mil pessoas). Mesmo com a redução no contingente de desocupados e o aumento da ocupação no período, o número de desempregados há mais de um ano cresceu, mostrando que as vagas geradas absorveram a mão de obra que procurava emprego há menos tempo. Quando comparado com o último trimestre de 2014, verifica-se que o total de pessoas nessa situação de longo desemprego mais do que dobrou: aumento de 130,3% (+2,8 milhões de pessoas).

Nos três meses finais de 2017, o país contava com 12,3 milhões de pessoas desempregadas, o que significa que duas em cada cinco pessoas que procuraram emprego estavam desempregadas há mais de um ano. Além disso, a parcela mais jovem da população é a mais impactada por essa condição: 54,1% do total de

desempregados há mais de um ano estão na faixa de 14 a 29 anos. Especificamente na faixa de 14 a 19 anos, são 850 mil pessoas que buscam uma vaga há mais de um ano. São jovens que poderiam estar estudando e buscando qualificação, mas em função da crise ter afetado principalmente os chefes de família, se veem obrigados a procurar uma vaga para ajudar na renda familiar. Entre as faixas de escolaridade, a maior parcela de desempregados de longa duração é de pessoas com ensino médio incompleto (43,6%), seguida por ensino médio completo (40,2%) e ensino superior (9,4%).

Ainda segundo o IBGE, 2,8 milhões de pessoas procuravam emprego há mais de dois anos no final do ano passado, um número 13,5% maior do que o mesmo trimestre de 2016 e 143,3% acima do verificado em 2014. Uma das consequências do insucesso em se conseguir uma vaga pode ser o “desalento” dos trabalhadores, ou seja, a desistência na busca de emprego, visto que não acreditam que conseguirão uma colocação. No último trimestre de 2017, 4,4 milhões de pessoas estavam nesta situação no país: um recorde para a pesquisa iniciada em 2012.

Portanto, os dados indicam que o mercado de trabalho tem reagido de forma muito tímida à recuperação da atividade econômica. O caminho ainda é longo para que o país se livre das heranças malditas que o período recessivo nos trouxe.

Relatório Anual da Dívida Pública Federal

Na semana passada, a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) divulgou o Relatório Anual da Dívida Pública Federal referente ao ano de 2017. Entre os diversos números do documento, alguns merecem destaque. Houve redução do custo médio de financiamento da dívida, que em 2017 foi de 10,3% a.a. contra os 12,0% verificados no final de 2016. Este foi o menor valor para o encerramento do ano em toda a série histórica, iniciada em 2005. Tal movimento é explicado pela rápida queda no nível geral de preços, cujo impacto nos títulos indexados à inflação é imediato, e também pela redução da Selic, com efeito sobre a parcela pós-fixada. Com uma queda ainda mais acentuada, o custo médio de emissão, que mede as condições de acesso ao mercado, reduziu-se em 4,0 p.p. ao longo de 2017, chegando a 9,7% a.a. em dezembro.

Outras informações importantes se referem ao risco de refinanciamento da dívida. Um indicador interessante é a parcela da dívida pública atrelada aos títulos de curta duração (com vencimento em até 12 meses). Segundo a STN, houve uma ligeira piora neste indicador, que passou 16,8% em 2016 para 16,9% em 2017, porém ainda próximo ao mínimo histórico registrado em julho do ano passado (14,7%). Influenciado por este movimento, o prazo médio da

dívida se reduziu marginalmente (de 4,5 para 4,3 anos), revertendo ligeiramente à tendência de aumento dos últimos anos. Observa-se que a piora marginal destes dois indicadores está ligada a queda da inflação e a redução na participação dos títulos indexados aos índices de preços na dívida (de 31,8% para 29,6%), que são, por definição, instrumentos de longo prazo. Todavia, estes indicadores estão bem próximos aos seus mínimos históricos, não representando assim um risco de refinanciamento. Somado a isso, o volume de emissões superou o de resgates em 2017, gerando um aumento na reserva de liquidez para honrar os compromissos de curto prazo, o chamado “colchão da dívida”.

A conjuntura de 2017 favoreceu a gestão da dívida, em especial os custos de carregamento. Isso se refletiu nos juros nominais pagos pelo Setor Público, que caíram de 6,5% do PIB em 2016 para 6,1% do PIB em 2017. Todavia, esse impacto poderia ter sido maior se não fossem os *déficits* primários recorrentes, que fizeram com que a dívida continuasse crescendo (74,0% do PIB em 2017 contra 69,9% em 2016). Tudo mais constante, um estoque de dívida mais alto implica em juros maiores. A única forma de estabilizar a dívida é através da volta do *superávit* primário.